

論 説

株式価格決定に関する MBO 型スクイーズ
アウトとセルアウト型の比較と事例研究

越 知 保 見

- I 株式の価格決定が問題となる 2 つの場面
(セルアウト型とスクイーズアウト型)
- II セルアウト型 (株式買取請求権)
 - 1 株式買取請求権制度の趣旨
 - 2 公正な価格の算定方法の 3 類型
 - 3 価格算定基準時
 - 4 仮想事例
 - 5 ナカリセバ価格による買取価格
 - 6 シナジの不適正分配を理由とする場合の買取価格
 - 7 公表日後に株式を取得した者にも、買取請求権が認められるか
 - 8 テクモ株式買取価格決定申立事件
 - 9 楽天対 TBS 株式買取価格決定事件
- III MBO 型スクイーズアウト
 - 1 MBO 型スクイーズアウト取引の代表的先例
 - 2 MBO 型スクイーズアウトとセルアウト型は統一的に
考えられるべきか
 - 3 MBO 型スクイーズの場合の価格決定のあり方

- I 株式の価格決定が問題となる 2 つの場面
(セルアウト型とスクイーズアウト型)

最近、株式買取請求・株式価格決定事件が、会社法の主要な論点となっ

ており、買取請求の濫用的な行使の問題もあることから、経済産業省も研究会を立ち上げ、報告書をまとめている⁽¹⁾。

株式価格決定の申立事例は、組織再編時に、反対株主が任意に株式買取請求権を行使した場合の価格決定の事例（以下、「セルアウト型」という）と、多数株主が交付金による再編または全部取得条項付き種類株式を用いて少数株主の株式を強制的に取得する場合の買取価格（全部取得条項付き株式の場合には「取得価格」）の決定の事例（以下、「スクイーズアウト型」という）に大別される⁽²⁾。対価柔軟化法制により、理論的には、前者の組織再編の事例でも株主を交付金によりスクイーズアウトすることは可能であるから、スクイーズアウトは多数株主による場合に限られないが、実際問題として、組織再編については、株主の3分の2の賛成が必要であり、株式の交付を受けずに、現金でスクイーズアウトされることに賛成する株主は少ないであろうと推測されることから、スクイーズアウト型の組織再編を行うには、多数株式の取得を先行させる必要があり、多数株式を取得するには、多くの場合、公開買付けが利用される（合併によることも可能ではあるが、その場合株主総会の3分の2の賛成が必要である）。したがって、スクイーズアウト型の事例は、公開買付けとその後の株式交換または全部取得条項付き種類株式を用いて少数株主をスクイーズアウトをし、非公開化を行う取引に集中している（ただし、スクイーズアウトより、非公開化が先行した事例としてカネボウの事例がある）。

スクイーズアウト型の中には、MBOにより、経営陣がファンドの資金

(1) 平成22年6月23日経済産業省「今後の企業法制のあり方について」

(2) 全部取得条項付き種類株式を用いるスキームでは、116条に基づく株式買取請求と、172条に基づく取得価格の決定の2つの局面での取得対価が問題となるが、実務上は、172条に基づく請求時の「取得対価」の算定の問題として、処理されている。サンスター事件大阪高裁決定では、116条に基づく買取請求権を行使しない場合、172条に基づく価格決定の申立ができないかが問題となったが、116条と172条が同じ目的を有することから、116条の手続を経ることなく172条の価格決定の申立ができることを判示している。

的支援を受けて非上場浄化する場合と、上場されているグループ会社をグループ外の会社に譲渡し（この場合も、公開買付けが必要となる）、公開買付けにより株式を買い集めた会社が対象会社を完全子会社化する場合がある。後者の場合は、対象会社の大株主（実質的売主）と買主の独立当事者間取引で、公開買付け価格が決まっており、公開買付け価格が取得価格である限り問題は少ないので、検討の対象は、前者（以下「MBO 型スクイーズアウト」という）に集中する。

MBO 型スクイーズアウトには、セルアウト型と異なる利益状況のあることが指摘されている。一般に指摘されるのは、①利益相反性（エージェンシー問題）、②情報の非対称性、③公開買付けの強圧性⁽³⁾である。しかし、MBO 型スクイーズアウトとセルアウト型では、上記以外にも相違点が多く、とりわけ、市場価格を客観的な企業価値をあらわすものと推認できるかの点が根本的に異なるように思われる。別の言い方をすれば、推認を妨げる特段の事情として考慮しなければならない点は、手続の適正の点だけではないように思われる。

セルアウト型では、キャッシュが不必要という組織再編手続の利便性を減殺するという意味で問題が大きい⁽³⁾が、MBO 型スクイーズアウトでは、金額はともかくいずれにせよキャッシュアウトすることを意図して（資金を手当てして）いるのであり、利害状況はまったく異なる。株主保護のあり方、先例の分析にあたって、MBO 型スクイーズアウトとセルアウト型の相違点に、より注意が払われる必要があるように思われる。

本稿では、まず、セルアウト型の価格決定のあり方と先例を整理し、これと対比しながら、MBO 型スクイーズアウトが、セルアウト型の修正というだけでは、適切でないと考えられる特徴を整理したうえ、先例についての評価と今後の株主保護のあり方について提言するものである。

(3) 平成19年9月4日経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」は、これらの点を指摘しつつ、公正性を確保する条件を提言している。

なお、本稿は2010年秋に脱稿していたため、執筆時にインテリジェンス事件高裁決定、楽天対 TBS 事件最高裁決定には接しておらず、校正時点で接した。校正段階で両決定に最低限度の言及を行ったが、本稿は基本的に両決定以前の判例理論を評価するものとなっている。

II セルアウト型（株式買取請求権）

1 株式買取請求権制度の趣旨

株式買取請求権は、決議に反対した株主の投下資本の回収の機会を保障する制度と解されているが、具体的には、組織再編がなかった場合と比べて株主が被った損害の補償という側面もあり、この損失は、①組織再編により企業価値が毀損する場合の損害の補償の問題と②企業価値は毀損しないが対価設定が一方に不利なために少数株主が損害を受ける場合の補償の問題が含まれる。この②の問題は、組織再編に伴い、少数株主から多数株主に利益の移転が行われる場合の少数株主の補償ともいいうる。このような損害の補償の側面から、買取請求権制度を取締役の経営を監視する制度と位置付ける考え方もある。

2 公正な価格の算定方法の3類型

会社法は、組織再編対価を柔軟化したことに伴い、株式買取請求権制度における株式の買取価格は「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」から、「公正な価格」に変更した（会社法785条1項等）。

平成17年改正前商法の下では反対株主の株式買取請求にかかる株式の価格は「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」とされ、株式買取請求権は、決議に反対した株主の投下資本の回収の機会を保障する制度と解されていた。この基準により算定される買取価格はナカリセバ価格と呼ばれる。これに対し会社法の「公正な価格」は、組織再編がシナジーを生

むなどして企業価値を増加させるときはシナジーその他の企業価値の増加の適正な分配分まで反対株主に保障しようとする趣旨であると解されている。

また、組織再編が負のシナジーを生じて企業価値を毀損させる場合には組織再編に反対した株主の買取価格は負のシナジーを適正に分配した「公正な価格」ではなく、組織再編がないとした場合の価格（ナカリセバ価格）⁽⁴⁾で株式を買い取らせることもできると解されている。

ただナカリセバ価格を、組織再編が負のシナジーを生じて企業価値を毀損させる場合のみに限定すべきかは疑問で、企業価値は毀損しないが組織再編比率（以下「統合比率」という）が一方に不利なために、不利な会社の株主が損害を受ける場合も含めて考えるべきではないかと思われる。実際問題として、企業価値が毀損される再編であれば、公表と同時に市場価格はそれを織り込んで低下し始め、株主総会の承認を得ることは難しいし、⁽⁵⁾そもそも、株主総会までに中止に追い込まれることも多いのではないかと思われる。これに対し、企業価値は毀損しないが対価設定が一方に不利なために例えば存続会社の株価は組織再編のシナジー効果を織り込んで上昇する一方、消滅会社の株価は、統合比率が不公平なため消滅会社の株主が損害を受けるとして、下落するということはある。この問題は、シナジーの分配の問題のように考えてしまいそうだが、シナジーの分配の問題は、この場合の「ナカリセバ価格」による最低限度の補償の問題を超えたプラスアルファの補償の問題として、区別されるべきではないかと思われる。

(4) 田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号75頁（2006）、藤田友敬「組織再編対価の柔軟化・子会社の定義」ジュリスト1267号103頁（2004）、神田秀樹「組織再編」ジュリスト1295号128頁（2005）、浜田道代「新会社法における組織再編」商事法務1744号51頁（2005）、山本真知子「新会社法における株主の株式買取請求権」、山本為三郎編『新会社法の基本問題』77/78頁（慶應義塾大学出版会、2006）

(5) ただし、後述するテクモの事例は、ディスシナジーが発生していると疑われたにもかかわらず、株式移転が承認されている。

最近の決定は、「株式買取請求権は、①組織再編等により当事会社の基礎に変更が生じ企業価値が毀損されたり、または②分割条件等が当事会社の株主にとって不利であるために株主価値が毀損されたり、③吸収分割から生じるシナジーが適正に分配されないこともあり得ることから、吸収分割に反対する当事会社の株主に、会社に対し、自己の有する株式を「公正な価格」で買い取ることを請求できる権利を付与し、株主の利益の保護を図るものである。」⁽⁶⁾(数字は、筆者)と判示しており、買取価格の調整が必要がある場合として、3 類型があることを認めるにいたっている。

3 価格算定基準時

裁判所が買取価格を算定する場合、どの時点を基準にするかが問題とされる。裁判例には組織再編の承認決議時、株式買取請求権の行使時、あるいは組織再編の効力発生時を基準にしたものが存在する。理論的には、株式買取請求権の行使時を基準とすることが適当であるように思われる。買取請求により会社と反対株主の間には、売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じるのだから、当該の契約成立時点における目的物たる株式の価値によってきまると解されるからである。ただ、それでは、反対株主毎に基準時そして買取価格が異なることになる。そこでそのような買取価格がばらばらになることが好ましくないと考えるならば、買取請求期間の満了時に基準時を統一することになる。⁽⁷⁾

判例には、買取請求権の行使日とするもの(神戸地決平成21・3・16)があるものの、組織再編の効力発生日とするものが多かった(東京地決平成21・4・17、東京地決平成21・5・13など)が、楽天対 TBS 事件の東京高

(6) 楽天対 TBS 東京高決平成22・7・7。協和発酵対キリン東京地決平成21・4・17金融・商事判例1320号31頁(2009)も同趣旨。

(7) 田中亘『「公正な価格」とは何か』法学教室350号61頁(2009)

(8) 個別でもよいとする考え方の方が、交渉の結果、合意された価格を尊重する考え方には整合的なように思われるが、買取請求期間の満了時とするほうが、投機的な動きを排斥できる。江頭憲治郎『株式会社法(第3版)』(有斐閣、2009)799頁。

裁決定（東京高決平成22・7・7）は、買取請求期間の満了時と解し、さらに同事件最高裁決定（最決平成23・4・19）は、買取請求権の行使時と解するに至った。

また、買取価格を基準時ではなく、基準日前1ヶ月の終値の平均とするものとそのような処理をしないものがある。直前の一定期間（例えば1ヶ月）の平均をとるようにすれば、各時点で実質的な差は生じなくすることができるので、これらの見解は、それほど大きな差は生じないように思われる。

ただ、学説と判例では、基準日の捉え方は、上記の点よりも、買取請求権により株主に損害ないし、シナジーの不公正な分配が生じている場合には、基準日を組織再編の公表直前など、組織再編の影響の及ばない時点にさかのぼらせ、かつその時点から、基準時までの間に、組織再編がない場合でも生じたであろう価格の変動による調整を行わないと考えている（テクモ事件東京地裁決定）のに対し、学説は、基本的には、公表直前にさかのぼった場合、そこから、基準日までの市場の変動を考慮した調整が必要であると考えている点で、大きな違いがある。⁽⁹⁾ただ、最近のインテリジェンス事件東京高裁決定は公表直前にさかのぼった上で、基準日（この判決では組織再編の効力発生日）までの市場の変動にもとづく調整を回帰分析的手法で行っている。MBO 型スクイーズアウトの場合にも、判例は、調整を行っていないが、この調整の要否は、まさにセルアウト型と MBO 型スクイーズアウトの相違点であり、MBO 型スクイーズアウトの価格決定方法を持ち込んでしまったことに、テクモ事件東京地裁決定の問題があるように思われる。

（9） 弥永真生・会社法判例百選191頁（2006）、江頭憲治郎『株式会社法（第3版）』（有斐閣、2009）767頁。ただし、神田秀樹「株式買取請求制度の構造」商事法務1879号4頁、8頁（2009）は、さかのぼったまま調整を行わないことを肯定する趣旨にもみえる。

（10） 東京高決平成22年10月19日。

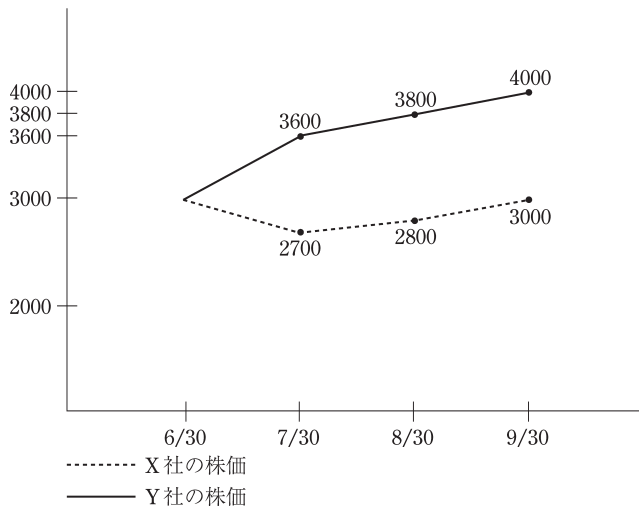
テクモ事件東京地裁決定については、同事件が株主に損害が生じたか微妙な点があるので、損害の発生やシナジーの不公正分配の発生がわかりやすい以下の仮想事例を使って具体的に検討したのち、テクモ事件東京地裁決定、楽天対 TBS 事件の東京高裁決定を評釈するものとする。

4 仮想事例

- (1) X 社は、資本金20億円のゲーム・映画などの映像ソフトウェア等（いわゆるコンテンツ）の開発・製造・販売を目的とする株式会社であり、東京証券取引所第 2 部に上場している。X 社の一株当たり純資産は約2500円であるが、X 社の株価は、2008年 3 月末現在、3000円であった
- (2) X 社と Y 社（東証 1 部上場会社）は、2008年 6 月末頃、株式交換の方法により、Y 社が X 社の完全親会社となる形で統合することについて基本合意した。X 社は 7 月 1 日に、Y 社との間で株式交換に合意したことを発表し、8 月29日に臨時株主総会を開催するべく、臨時株主総会を招集した。この株式交換は、株式交換が効力を生じる日を 9 月30日とし、X 社の株式 4 株につき、Y 社株式 3 株が割り当てられるというものであった。なお、2008年 3 月末の Y 社の株価は3000円であり、Y 社の発行済み株式総数は、1 億株（X 社の 5 倍）、1 株当たりの純資産は、2500円であった。
- (3) X 社の臨時株主総会は 8 月29日に開催された。X 社の株主 A は、株式交換に反対したが、出席株主の議決権の約75%の賛成を経て承認された。また、Y 社の株主総会でも、本件株式交換は承認された。A は、8 月30日に株式買取請求権を行使した。
- (4) 株式交換の発表の直前 6 月30日において X 社の株式の市場価格

は3000円であったが、発表後1ヶ月間で、2700円近辺まで下げ、8月30日には、2800円に持ち直した。総会決議後も同じ水準で推移し、取引される最後の営業日には、3000円をつけていた。Y社の株式は、6月30日には、3000円であったが、発表後1ヶ月間で、3600円に上昇し、8月30日には、3800円に上昇し、株式交換の効力発生日である9月30日には4000円に達した。なお、世界的な景気回復期待を背景に、6月30日から8月30日、6月30日から9月30日までの東証の単純平均株価指数はそれぞれ7%、10%の上昇を示していた。

図1 検討用事例の株価の推移



5 ナカリセバ価格による買取価格

ナカリセバ価格を求める場合には、上場株式については、組織再編の計画公表直前の価格が、ナカリセバ価格の参照となる市場価格となることが多いと思われる。組織再編の計画公表により、公表後の株価は公表された

組織再編内容を所与のものとして株価水準に織り込んでしまうので、ナカリセバ価格はそのような株価への影響が生じる以前の時点に求められる必要があるからである⁽¹¹⁾。もっとも、そのような考え方がとられるのは、上場株式の場合で、市場価格が損害の有無・その額を算定する上での基準として機能していることが前提である⁽¹²⁾。

ただ、組織再編の計画公表時点では、損害が生じたか否か、損害額がいくらかを判断することができず、それを判断できるのは、組織再編の効果が株価に反映される時点以降である。その場合、損害の有無、損害額の算定について、再編がある場合とないと仮定した場合の基準日が同一でなければ、正確な分析ができない。市場全体が、急落している場合等は、本来シナジーの生じるはずの組織再編でも、公表日時点の株価を下回ることはありうるからである。つまり、公表時点の株価が、ナカリセバ価格を発見する指標価格ではあるが、ナカリセバ価格であっても、組織再編の効力発生日（基準日を効力発生日とすることを前提としている。以下、同じ）に、組織再編がなければ到達したであろう価格を推定し、それとの比較を行わなければならない。この推計は、市場全体の動向とその会社固有の事情を考慮しなければならないが、会社固有の事情が特になければ、市場全体の動向により調整を行ったうえで、組織再編の効力発生日における損害発生の有無、損害の額を算定しなければならない。その意味で、基準日は、やはり組織再編の効力発生日であり、公表などにより、組織再編の効果が市場

(11) なお、公表後の株価は、公表された組織再編内容を所与のものとして、株価水準に織り込もうとするので、株主総会決議時点またはそれ以上の時点での株価は企業価値への損害を織り込んでいるので、この時点を基準時とするべきではない。江頭憲治郎『株式会社法（第3版）』（有斐閣、2009）768頁、『会社法判例百選』191頁（弥永真生執筆）（2006）。

(12) 上場株式でなければ、市場が組織再編の効果を予測して織り込むということはないので、組織再編の効力発生日以降の株式の評価と、組織再編がないと仮定した場合の想定キャッシュフローを算出するなどして、DCF法などで比較し、損害の有無を判断することになる。

価格に織り込まれる直前の価格を指標として、組織再編がないと仮定した場合の効力発生日の株価の推定値を求め、その推定価格と現実の株価との間で比較を行うことによって損害の有無が決定され、この推定価格が買取価格となると考えられる。この推定価格は、回帰分析的手法で算定されるのが好ましいが、データが不足する等回帰分析的手法がとれない場合でも、公表直前の株価に組織再編の効力発生日までの市場動向を反映した調整を行って、推定価格を求めることは可能である。テクモ事件東京地裁決は、このような調整を行うことなく、公表時の株価をそのまま買取価格としている点で問題がある。

上記の例で考えれば、もし、3 対 4 で分配されたとしても、Y 社株式は、33%上昇しているため、公表時の X 社の株価を基準とすると、X 社株主には損害はない。しかし、市場が東証の単純平均株価ベースで10%上昇しているので、（この指数を市場の動きと推定するならば）組織再編がない場合、X 社の株式は、組織再編の効力発生日には、3300円になったと推定できる（正確には、X 社の固有の株価の動きを、回帰分析的手法で求めるべきである）。したがって、A の有する X 株式 4 株について $(3300 - 3000) \times 4 = 1200$ 円の損害が発生している。よって、X 社の株式が、経営統合時に有スベカリシ価格である3300円がナカリセバ価格による買取価格と解することができる。

なお、買取請求権行使時を基準日とする最決平成23・4・19に従えば、買取請求権の行使日である 8 月30日の時点では、市場が、東証の単純平均株価指数ベースで7%値上がりしているので、経営統合がない場合の X 社の株式は3210円、損害は $(3210 - 2800) \times 4 = 1640$ 円となる。

6 シナジーの不適正分配を理由とする場合の買取価格

（1）シナジー分配と市場価格

反対株主に損害が生じているのではなく、シナジーの適正分配を得ていないことを理由とする場合でも、上記の損害の場合と同様、組織再編発表

直前の市場価格を指標として考慮する必要があるかが問題となる。

シナジー効果も組織再編発表後の市場価格に反映されるので、シナジー効果を含めた公正価格は、組織再編後の存続会社（完全親会社）の市場価格に収斂される方向に働く。消滅会社株式（株式交換であれば、完全子会社となる会社の株式）を保有する株主も、存続会社の株式（株式交換であれば、完全親会社の株式）を取得するので、統合比率が適正である限り、株主は、シナジーの適正な分配にあずかれることになる。

統合比率が、組織再編発表直前の市場価格によりきめられる場合、たとえば、両者の株価がともに100円であれば、1対1になり、A社400円、Y社300円のときは、A社3株につき、Y社4株が割り当てられることになり、このように統合比率が決められる場合、存続会社株主も消滅会社株主も平等にシナジーの分配にあずかれる（ただし、それは、市場価格がその時点での企業価値を表すものだという前提に依拠している）。しかし、現実には、組織再編公表直前の株価（市場価格）をもとに、統合比率を決めることは行われておらず、お互いにデューディリジェンスを行って企業価値評価書を作成し、これを基礎にして、交渉ベースで決定される。したがって、両者の株価がともに100円であっても、統合比率が、1対0.75等の比率になることは、十分ありうる。ここでは、市場価格がその時点での企業価値を表すものだという前提が放棄され、非上場株式同様の評価基準に基づき、企業価値と1株当たりの株式の価値が算定されている。

このように株価（市場価格）と異なる統合比率が用いられる場合、不利な比率となる株主はシナジーが適正に分配されていないという不満を生じることになる。

（２） 価格決定における裁判所の介入の度合い

公正な価格の判断は、非訟事件である価格決定の申立により行われるので、理論的には、裁判所の裁量の余地は大きいはずである。しかし、シナジー効果の織り込みの問題も含め、公正な価格の判断について、裁判所の

介入権を制約する見解が有力に主張されている。その根拠は、組織再編の当事者が独立した会社である場合、不実の情報開示が行われたなど取引のプロセスに不適切な点があったのでない限り、当事者が交渉の上で実際に決めた組織再編の条件の方が、裁判所の判断より合理的である可能性がむしろ高いとの認識に基づく⁽¹³⁾。

東京地裁も合理的な根拠に基づく交渉を経て合意にいたったものと認められ、適切な情報開示が行われた上で株主総会で承認されるなど株式交換の効力が発生したと認められるときは、公正に行われたものと推認できると判示している。

このような独立当事者間の交渉結果の尊重という考え方を統合比率の算定にも及ぼすと、独立事業者間の組織再編の場合（グループ会社の再編でない場合）、交渉によって決定された統合比率は合理的なものと推認され、公正な統合比率でなく、シナジーが適正に分配されていないと主張するには、事実上、統合比率が合理的でないことまで、反対株主が立証しなければ、この上乗せを裁判所に認めさせることはできないことになる。

しかし、このような立証は困難であり、この論理を突き詰めると、シナジーの不適正分配を理由に、基準日の市場価格でない価格を買取価格とする価格決定を得ることはきわめて難しいことになるように思われ、会社法が、ナカリセバ価格から公正な価格とすることで、買取請求権を強化した意味がなくなるのではないかという疑問を生じる。

(13) 例えば、藤田教授は、「株主が株式買取請求権を行使した場合に、裁判所が常に独自の立場から公正な組織再編対価を算定しなおさなくてはならないということとは意味しない」と述べられ、当事者間で交渉の結果適切な情報開示がなされ適切な評価書が存在するならば独立当事者間の交渉にゆだねてもよいのではないかとの考え方にたっており、一般的に支持されている。藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（上巻）』（商事法務、2007）261頁、288頁。松尾健一「株式買取請求権」ジュリスト1346号51頁、54頁（2007）、太田洋「テクモ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討（上）（下）」商事法務1906号53頁（2010）、1908号47頁（2010）。

これに対しては、組織再編でない M&A たとえば事業譲渡であれば、独立当事者間の交渉結果で、買取価格が決定される。組織再編も、実質的には、消滅会社から存続会社への資産の移転と考えられるので、当事者間で支配・従属の関係がない場合（グループ会社の再編でない場合）、当事者間の交渉の結果が尊重されるのが当然ではないかとの議論が有力である。

しかし、事業譲渡では、統合後も売主は独立当事者であるが、会社分割の場合は別として、組織再編型の場合は、売主は、統合後に消滅したり、買主のグループに入ってしまうことも多い。そのような場合には、独立当事者間取引の尊重の基礎が相当揺らいでいるように思われる。実際、統合条件には、交渉を担当する取締役も、取締役として留任できるかどうかともパッケージで交渉されることが多い。そのような場合、取締役の留任等の処遇が、交換比率での譲歩として取引される可能性があり、利益相反がないとは言えないのではないかという疑問がなお残る（その点は、MBO 型スクイーズに似た問題があると言える）。

さらに、上場会社において、市場価格がその時点での会社の価値を適正に評価するものであると推認するのであれば、統合比率の公正性の判断においても、統合の公表前の株価（市場価格）が基本的には統合前の会社の企業価値をあらわすものとして、尊重されないと一貫しないのではないか。逆に、市場価格を離れて当事者間の交渉を重視するのであれば、基準日の買取価格も、市場価格に依拠せずに、非上場会社と同様にキャッシュフローなどをベースにした客観的価値をもとに買取価格を決めなければ一貫しないように思われる。⁽¹⁴⁾ そう考えると、統合比率が、統合の公表前の株

(14) 米国の株式買取請求制度 (appraisal right) は、市場価格の適用除外 (market price exemption) があり、市場価格に依拠できる場合には基本的に株式買取請求権はなく、日本の株式買取請求制度のように、市場価格による価格決定が行われることはない。米国の株式買取請求制度については、野田耕志「株式買取請求権の利用局面の再検討—アメリカ法における最近の理論状況について—」法学64巻4号91頁（2000）、山本真知子「アメリカ法における株主の株式買取請求権と議決権との関係」法学政治学論究36号221頁（1998）

価（市場価格）から乖離するのであれば、当事者は乖離の理由についてキャッシュフローなどをベースにした客観的価値についての説得的な説明が必要であり、そのような説得的説明がなければ、裁判所は、価格決定についての裁量権により、市場価格ベースでの統合比率に近付ける形で「公正な価格」を決定することができると解するべきであるように思われる。上記の考え方は、上場会社においては、市場価格がその時点での会社の価値を適正に評価するものであると推認し、統合の公表前の株価（市場価格）から逸脱する統合比率をとる場合の会社がその逸脱の合理性について、立証（疎明）責任を負う結果となるが、まさに、そう解することが、結局、会社法が、買取価格を「ナカリセバ価格」から「公正な価格」とし、買取請求権を強化した趣旨に合致し、非訟事件手続における裁判所の役割にもむしろ整合的だと思われる。⁽¹⁵⁾

なお、統合比率の基礎となる市場価格は、公表前の株価（市場価格）であり、公表後の時点、例えば、株主総会決議時点や組織再編の効力発生時とすべきではない。公表後の株価は、公表された統合比率を所与のものとして、株価水準に織り込もうとするので、これらの時点では、不公正であるはずの統合比率も適正なものとなりうるからである。

上記の例では、事業者の決定した統合比率が、シナジーを適正に分配していない場合には、公表前の株価はともに3000円で、1対1を前提に、組織再編の効力発生日の価格である4000円（プラス代金支払い時までの利息）または、この金額と損害が生じた場合の買取価格である3300円の間で、価格を決定することができる。なお、買取請求権行使時を基準日とする最

(15) 市場価格と市場メカニズムを尊重する立場に立てば、比率を発表せずに経営統合だけ発表し、その後の（例えば1ヶ月後）市場が、経営統合のシナジー効果を織り込んだ時点の株価により、統合比率を決定する方法をとるのが論理的であるが、実務上、そのような方式の採用は難しいであろう。この事実は、シナジーの適正な分配が争われる場合、株価が市場の客観的価値をあらわすという前提に依拠できるのは、限界があることを示すもののように思われる。

決平成23・4・19に従えば、3800円と3210円の間で価格決定することになる。

7 公表日後に株式を取得した者にも、買取請求権が認められるか

組織再編の公表日後に株式を取得した者にも、買取請求権が認められるかについては、公表日後に株式を取得した株主の機会主義的行動を認めるべきでないと批判されるが、⁽¹⁶⁾ 裁判所は、このような制限の根拠がないとして、権利行使を容認している。

その根拠のひとつとして、買取代金の一部が、みなし配当となるため、取得価格と同額でも行使者は利益をえられ、そのため、公表後に株式を取得し、組織再編に反対して、買取請求権を行使する株主が増加しつつある現状がある（後述のテクモの申立人については、そのような傾向が認められる）。

しかし、これは、税法のゆがみを利用したアービトラージであり、税法の側でアービトラージを解消すべきであって、そのような機会主義的行動を抑制するために、価格決定申立権の範囲を少数株主の不利になるように解釈すべき問題ではないと思われる。いずれにしても、基本的には、平成22年度の税制改正で解決されたものと思われる。

また、これは、公表日後株主に限られないが、存続会社の株主については、買取請求権行使後も、事実上、市場で株式を売却することをとめられないため、時価が買取価格以上で推移していれば、事実上、市場で売却することができる。その結果、反対株主は、裁判所の決定した価格と決定時の市場価格の高いほうの価格で処分できるという問題がある。これについては、買取請求後の市場売却について実効的な防止策（買取請求権行使時

(16) 太田弁護士の諸論稿は、この点を、強調する。立法担当者には、基準日後株主に、買取請求権を付与する意図がなかったとするものに、葉玉匡美「略式株式交換における株式買取請求権」商事法務1878号39頁（2009）。

に株式の所有権が、会社に移転すると規定することが考えられる）を規定するなどの立法上の手当てが必要と思われる。

8 テクモ株式買取価格決定申立事件⁽¹⁷⁾

【事実の概要】

本件は、東証一部上場会社であるテクモ株式会社の買収を目論んだ同業の株式会社スクエア・エニックス（以下スクエニ）がテクモに買収提案を行ったが、テクモはこれを拒絶し、コーエーとの経営統合を行い、スクエニは、株式の買収を請求することとなった事例である。

時系列的に事件の経過を追えば、以下のとおりである。

- ・ 8月29日：スクエニがテクモに対し、買収提案（一株につき現金対価として920円、買付け予定の株式数の上限なしの条件での公開買付け）を行い、その旨を公表。
- ・ 9月4日：テクモはスクエニの買収提案を拒絶。コーエーとの間で経営統合にむけた協議を開始することを公表。
- ・ 9月5日：スクエニが買収提案を撤回。
- ・ 9月15日：リーマン・ブラザーズ破綻。
- ・ 10月28日：エフィッシモがテクノ株式の買い集めを開始。11月17日までに、6.89%を取得。
- ・ 11月18日：テクノとコーエーが2009年4月1日を効力発生日とする共同株式移転の方法により、共同持株会社であるコーエーテクモを設立すること、コーエーの普通株式一株に対して共同持株会社の普通株式一株、テクモの普通株式一株に対し共同持株会社の普通株式0.9株を割当て交付することで合意した旨を発表。
- ・ 同日のテクモの株価は、875円、コーエーは939円〔統合比率は、ほぼ、株価を反映したものといえる〕。日経平均は、8328円。

(17) 東京地判2010年3月31日金融・商事判例1344号36頁（2010）。前掲注13太田洋。

- ・ 11月19日：テクモの株価が875円から775円まで急落（755円は値幅制限の下限）。コーエーの株価は不明。
- ・ 11月28日：テクモの株価が889円まで上昇。ただしその後は再び下落に転じ、12月中、テクモの株価は760円から810円程度で推移。日経平均は8000円半ばで推移。
- ・ 1月10日：コーエーが2009年3月期第3四半期において投資有価証券評価損が連結で63億円、単体で59億円発生し、これらを同期末において減損処理をして特別損失として計上する必要があるが生じたこと。同期末における有価証券含み損が連結して84億円、単体で73億円となることを公表。
- ・ 1月26日：テクモおよびコーエーの株主総会において共同株式移転を承認。
- ・ 2月12日：エフィッシモが株式買取請求権を行使。
- ・ 2月15日：テクモの株式買取請求期間の末日。
- ・ 3月26日テクモ株式の上場廃止。テクモの最終株価は、660円。日経平均は、8479円。相手方株価と日経平均株価の平成20年11月18日の終値と平成21年3月25日の終値を比較すると、日経平均は+1.8%（8328円と8479円）であるのに対し、相手方株式の株価は-24.6%（875円と660円）である。
- ・ 4月1日：本件共同株式移転の効力発生・株式買取の効力発生。
- ・ コーエーテクモの株価は、上場した平成21年4月1日以降、日経平均が回復を続ける中、逆に値を下げ続けており、同日と同年5月21日の終値を比較した場合、日経平均が+10.9%（8351円と9264円）に対し、コーエーテクモの株価は-16.8%（776円と646円）である。

本件で裁判所は、共同株式移転によってテクモの企業価値が毀損されたものと認められるとし、かかる場合における株式移転の効力発生日を基準日とし、株式移転がなかったならば当該株式が有していたであろう客観的価値はできる限り本件株式移転の効力発生日に近接し、かつ、株式移転の

影響を排除できる市場価格として株式移転の公表の前日までの市場価格を参照するのが相当であるとした。

そのうえで参照すべき市場価格は、株式移転公表前の一ヶ月間の株価の終値による出来高比重平均値であるとして、一株あたり747円をもって公正な価格であると判断した。

【評釈】

（１） 本決定の価格算定手法の問題点

本決定は、公正な価格の算定方法について、以下のように述べる。「一般に公正と認められる手続によって株式移転の効力が発生したと認められるときは、①他に株式移転自体により当該当事会社の企業価値が毀損されたり、又は、②株式移転の条件（株式移転比率等）が同社の株主にとって不利であるために、株主価値が毀損されたり、③株式移転から生じるシナジーが適正に分配されていないことなどを窺わせる特段の事情がない限り、当該株式移転は当該当事会社にとって公正に行われたものと推認できるというべきである。このように株式移転が当該当事会社にとって公正に行われた場合には、反対株主による株式買取請求に係る「公正な価格」は、株式移転の効力発生日を基準として、株式移転によるシナジーを適切に反映した同社株式の客観的価値を基礎として算定するのが相当である。他方、上記特段の事情が認められる場合には、反対株主による株式買取請求に係る「公正な価格」は、株式移転がなかったならば当該株式が有していたであろう客観的価値を基礎として算定するのが相当である。」（①から③の数字は、筆者の付加）

これは、公正な価格を求める３類型があることを指摘したのは適切であるが、そのすべてがナカリセバ価格による算定になるかのように判示した点は問題がある。③のシナジーの不公正分配の場合は、ナカリセバ価格と算定の仕方が異なりうることは上記６で論じたとおりである。独立当事者間の交渉を重視すれば、シナジーの不公正分配を理由とした買取価格の調

整が認められる余地は少なくなるものの、本決定がその点を意識しているように読み取るのは難しいと思われる。

また、本件で、裁判所（東京地裁）は、特段の事情がある場合の買取価格というのは、基準日をずらし、組織再編の影響の生じない時点にさかのばればよく、そのさかのぼった時点から基準日までの回帰分析的手法による調整は行わないという考え方をとっているようである。本件では、株式移転の影響が生じる時点を本件株式移転の公表日と認定し、その前日である平成20年11月18日の株価を株式移転がなかった場合の価格と認定し、効力発生日までの調整は行っていないからである。確かに、決定は、株式移転の効力発生時点の日経平均株価などの指標が、11月18日の株価を上回っていることを調整しない理由にあげているので、市場全体が下がっていれば調整するようにも思えるが、下げている場合であれ、上げている場合であれ、基準日を効力発生日とするのであれば調整が行われるべきである（最近のインテリジェンス事件決定で裁判所はようやく調整の必要を認めるに至った）。ただし、調整をしないという考え方は MBO 型スクイーズアウトの事例では、合理性を有する場合がある。これは、MBO 型スクイーズアウトの場合、株価が客観的価値に比して割安になっており、市場価格が客観的価値の指標とならないなどの事情によるものであり、この考え方をセルアウト型に及ぼすべきではない。この点も、MBO 型スクイーズアウトとの重要な相違であり、IIIで詳述する。

（2） 株主に損害はあるか

本件は、セルアウト型で、裁判所が、企業価値の毀損を認めたおそれから、はじめの例ではないかと思われるが、その根拠として、市場価格の変動に連動しない株価の下落があり、これが、企業価値の下落を推認させると考えるようである。

すなわち、3月26日の上場廃止時のテクモ株式の最終株価は、660円で、日経平均は、8479円である。テクモ株価と日経平均株価の平成20年11月18

日の終値と平成21年3月25日の終値を比較すると、テクモ株式の株価は－24.6%（875円と660円）に対し、日経平均は＋1.8%（8328円と8479円）、統合後も、コーエーテクモの株価は、上場した平成21年4月1日以降、日経平均が回復を続ける中、逆に値を下げ続けており、4月1日と同年5月21日の終値を比較した場合、日経平均が＋10.9%（8351円と9264円）に対し、コーエーテクモの株価は－16.8%（776円と646円）であり、この点から、裁判所は、上記（1）の①の類型の特段の事情が存在すると解している。しかし、①であれば、経営統合の交渉をする時点で、株価が下降に転じていなければならないが、その時点では上昇しており、統合比率が発表された時点で下降に転じているので、むしろ②の類型ではないかと思われる。

この点は、統合比率の公正性について、申立人が主張していないという事情があるのかもしれないが、11月19日のコーエーの株価が決定で認定されるべきであったと思われる。仮に、11月19日のコーエーの株価が、テクモの株価の1.1倍程度であれば、統合比率の不公正による損害（②の類型の損害）はないといえる。②の類型の損害がないと解する場合、発表後の急落はどのように理解されるべきか。これは、楽天対 TBS の事例同様、統合についての思惑で上昇していた部分が剥落した可能性があるものとして理解することになるものと思われる。

エフィッシモは本件の買取価格として、スクエニの買収提案価格である920円が買い取り価格になると主張したが、これは、組織再編について、ほかの提案がある場合に、その提案が採用された場合の損害を求めるものであるが、そこまでは、買取請求制度の本来の趣旨からは、認められないであろう。仮に認められるとしても、株式移転効力発生時の現在価値におきなおして評価される必要がある。

9 楽天対 TBS 株式買取価格決定事件⁽¹⁸⁾

本件は、地裁・高裁いずれも企業価値の毀損やシナジーの不公正な分配

はないとしたものの、理由付けは異なっている。高裁決定を中心に整理すると、まず、事業の一部を子会社化する態様での会社分割では、企業価値の増加分は、株主が享有できるので、シナジーの不公正な分配はありえないとし、組織再編またはそれと連動して行われる組織法上の行為から企業価値の毀損が生じることはありえ、本件では、認定放送会社化と連動した本件吸収分割が、企業価値を毀損するものではないかを検討すべきであるとした。

この点について、楽天は、「認定放送持株会社化と連動した本件吸収分割が、相手方の企業価値または株主価値を毀損した根拠として、放送法の改正法案が閣議決定された日の前日（平成19年4月5日）から改正放送法の成立の日（平成19年12月21日）に至るまでの間の相手方株式の下落率は41.4%であって、同期間の TOPIX の下落率と比較して著しく高い数値である」と主張したが、同時期において、「業務提携等の協議が同年2月28日に打ち切りとなり、それ以降、…楽天と相手方の対決色が強まり、…楽天が相手方株式を市場で追加取得すると公表したとの報道がされ、思惑先行の売買となり、一時ストップ高になるなどの時期と重なる…。これに着目すると、閣議決定された日の前日から改正放送法の成立の日までの期間における相手方株式の下落率が TOPIX の下落率より高い数値となったのは、…楽天の行動に起因する要因が株価に大きく影響した蓋然性が高いとみられるのである。」と述べ、いわゆる思惑により高騰した株価が適正な水準に戻ただけで、企業価値の毀損が生じたわけではないことを示唆⁽¹⁹⁾した。

(18) 東京地決平成22・3・5金融・商事判例1339号44頁（2010）。松井秀征「楽天対TBS株式買取価格決定事件の検討」商事法務1902号4頁（2010）。東京高決平成22・7・7金融・商事判例1346号14頁。最決平成23・4・19金融・商事判例1366号9頁

(19) 地裁決定は「認定放送持株会社への移行及び本件吸収分割の概要を公表した日の前日から1か月後及び本件吸収分割の効力発生日までの間の申立人株式の価格の推移も、特段の乱高下を示すことなく、一貫した下落傾向にあり、その各下落率

なお、地裁は、基準日を組織再編の効力発生日としつつ、基準日直前の 1 ヶ月の加重平均により、買取価格を決定したが、高裁は、基準日を株式買取請求権の満了日としつつ、基準日の株価が企業の客観的価値を反映しないという事情が見られない限り、1 ヶ月の平均値ではなく、基準日の株価によるものとし、1294円を買取価格とした。最高裁は、株式買取請求権行使後に生じる市場の一般的価格変動要因に基づく株価の変動を買取請求権を行使した者に負担させるのは相当でないとして、買取請求権行使日を基準日としつつ、1294円を買取価格とした原審判断は結論においては是認できるとしている。

III MBO 型スクイーズアウト

1 MBO 型スクイーズアウト取引の代表的先例

MBO 型スクイーズアウトの株式価格決定では、日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件⁽²⁰⁾で、東京地裁が、「当該公開買付けが実施され、当該株式交換における株式交換比率算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が決定された後に、株式交換完全子会社の株価が下落したとしても、当該株式交換に反対する同社の株主がした株式買取請求に基づく株式買取価格決定の際の、『公正な価格』は、原則として当該公開買付け価格および基準価格を下回ることはないと解するのが相当」と判示した

は、TOPIX の各下落率と比較すると、低い数値を示している。このような市場株価の推移や下落率からすると、申立人株式の市場株価の動向及びその下落をもって、認定放送持株会社への移行を伴う本件吸収分割により申立人の企業価値又はその株主価値が毀損されたと認めることはできず、むしろ毀損がなかったことが強くうかがわれるところである。」としていたが、高裁の判示のほうが、説得的である。

(20) 東京地決平成21・3・31判例タイムズ1296号118頁（2009）太田洋「日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討」商事法務1869号4頁（2009）

ため、買取価格を公開買付け価格と同額としたものが多いが、下記の事例では、公開買付け前に、株価を安値に誘導したのではないかが疑われたため、レックス事件東京高裁決定、サンスター事件大阪高裁決定は、公開買付け価格の46%増し、29%増しの取得価格を決定している。

決定	年月日	決定価格	算定方法	プレミアム加算の割合
レックス事件 東京地裁決定	平成19年12月19日	1株23万円 公開買付け価格 と同額	公開買付け公表 日前1ヵ月間の 終値の単純平均 値)を超えるも のではない。 20万2000円	13.9%
レックス事件 東京高裁決定	平成20年9月12日	1株336,696円 公開買付け価格 の46%増し	公開買付け公表 前6ヵ月間の単 純平均値 28万0805円	20%
サンスター事件 大阪地裁決定	平成20年9月11日	1株650円 公開買付け価格 と同額	公開買付けの表 前6ヵ月間の終 値の単純平均値 (21) 548円	約19%
サンスター事件 大阪高裁決定	平成21年9月1日	1株840円 公開買付け価格 の29%増し	公開買付け公表 1年前の株価に 近似する7万円 が相当	20%
サイバード事件 東京地裁決定	平成21年9月18日	1株6万円 公開買付け価格 と同額	公開買付け公表 前1ヵ月間の終 値出来高加重平 均値51,133円	17.34%
サイバード事件 東京高裁決定	平成22年10月27日	1株61,360円公 開買付け価格の 2.2%増し	地裁決定と同じ	20%

(21) なお、2月14日終値588円、過去1ヵ月551円、過去3ヵ月532円、1年585円

レックス事件⁽²²⁾は、公開買付けの発表直前に、フランチャイズ加盟店の売り上げ処理について変更することで、営業損失、経常損失および当期純損失が2億360万円増加と公表したことが、公開買付け価格を下げるために株価を意図的に低く誘導したのではないかが疑われた事案である。サンスター事件⁽²³⁾は、平成19年3月期の期末配当予測を従来の5円から無配に修正したことにより、株価の安値誘導が疑われた事例である。サイバード事件⁽²⁴⁾でも、公開買付け直前に巨額損失を計上する一方で、その後のキャッシュフローの増大の見通しについて発表しなかったことにより、株価の安値誘導が疑われた事例である。⁽²⁵⁾

期待権（プレミアム）について、レックス事件東京高裁決定は、「当該株式の取得日における公正な価格を定めるにあたっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上

(22) 東京地決平成19・9-12・19判例タイムズ1268号272頁（2008）、東京高決平成20・9・12金融・商事判例1301号28頁、最決平成21・5・29 評釈として、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討（上）（中）（下）」商事法務1875号4頁（2009）、1876号4頁（2009）、1877号24頁（2009）、太田洋「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」商事法務1848号4頁（2008）。十市崇「レックス・ホールディングス事件最高裁決定と MBO 実務への影響」金融・商事判例1325号8頁（2009）、1326号2頁（2009）。

(23) 東京高決平成21・9・1金融・商事判例1326号20頁23評釈として、十市崇「サンスター事件大阪高裁決定の検討 [上] [下]」商事法務1880号4頁（2009）、1881号12頁（2009）。

(24) 東京地決平成21・9・18金融・商事判例1329号45頁（2009）。評釈として、北川徹「MBOにおける価格決定申立事件再考—サイバードホールディングス事件東京地裁決定を手掛かりに—」商事法務1889号4頁（2010）、1890号4頁（2010）。中東正文「サイバード事件東京地裁決定から学ぶべきこと」金融・商事判例1329号2頁（2009）太田洋「サイバードホールディングス事件東京高裁決定の検討」商事法務1921号27頁（2011）、十市崇「サイバード事件東京高裁決定にみる今後の MBO 実務への影響」ビジネス法務11巻3号48頁（2011）

(25) 申立人によれば、キャッシュフローが、一年後には6倍になるとのキャッシュフロー予測、モバイル広告業界全体が平成19年以降急速に成長すると予想されている。

昇に対する期待を評価した価格を考慮するのが相当である」とし、20%を加算したが、サイバード事件東京地裁決定では、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格をも考慮するのが相当であるとしつつ、公開買付け公表前、一ヶ月間の市場株価の終値による出来高加重平均値を株式の客観的価値とし、公開買付け価格がMBOの実施後に増大が期待される価値のうち、既存株主に分配されるべき部分を最大限盛り込んだものであることを示すものと認めるのが相当であるとして、公開買付け価格と同額になる程度での加算を認めた。サイバード事件東京高裁決定は、地裁決定の算定方法を支持しつつ、地裁決定のプレミアム加算は不十分として、20%をプレミアムとして加算したものである。

2 MBO型スクイーズアウトとセルアウト型は統一的に考えられるべきか

(1) 問題の所在

セルアウト型とMBO型スクイーズアウトの「公正な価格」の意義または算定方法は、同じアプローチがとられるべきであろうか。

MBO型スクイーズアウトには、セルアウト型と異なる利益状況のあることが指摘されている。一般に指摘されるのは、①利益相反性（エージェンシー問題）、②情報の非対称性、③公開買付けの強圧性である⁽²⁷⁾。これらについての考え方の詳細は後述するが、学説の主流の見解は、MBO型スクイーズアウトについて、いくつかセルアウト型と異なる利害状況を認めつつも、基本的には、セルアウト型のアプローチで考えながら、それを修

(26) これは、株価を上回る価格を買い付け価格とした公開買付けの他社事例における平均プレミアムであるとされる。

(27) 平成19年9月4日経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」は、これらの点を指摘しつつ、公正性を確保する条件を提言している。

正する形で当てはめようとする考え方のように思われる。⁽²⁸⁾ 神田教授が MBO 型スクイーズアウトを部分解散と理解されることを提唱されるのも、基本的に株式買取請求制度として、統一的に、セルアウト型と MBO 型スクイーズアウトを理解しようとする趣旨のよう⁽²⁹⁾に見える。ただし、田中教授は、セルアウト型の考え方を必ずしも非公開化取引に当てはめるべきではないとの立場に立っているように思われる。⁽³⁰⁾

このようなセルアウト型の修正で考える見解は、①利益相反性（エージェンシー問題）、②情報の非対称性の問題に対処するため、手続の公正性の確保（とくに、公開買付け価格を決定した審査手続の過程の適切性）の点を重視し⁽³¹⁾、③公開買付けの強圧性については、公開買付け価格と同額の取得価格をオファーしなければならないとすることで、セルアウト型を修正すればよいと考えているように思われる。しかし、MBO 型スクイーズアウトとセルアウト型では、上記以外にも相違点が多く、とりわけ、市場価格を客観的な企業価値として承認できるかの点が根本的に異なるように思われる。以下では、まず、セルアウト型と対比しながら、MBO 型スクイーズアウトの特徴を示す。

(28) 代表的な論文として、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（上巻）』（商事法務、2007）261頁。弥永真正「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」商事法務1867号4頁（2009）。レックス事件の加藤評釈は、このような立場から同事件を整理するものである。

(29) 神田秀樹「株式買取請求制度の構造」商事法務1879号4頁（2009）

(30) 田中亘『「公正な価格」とは何か』法学教室350号61頁以下、特に67頁、69頁（2009）。田中亘「株式買取・取得価格の決定の意義と課題 MARR2009年8月号11頁、清原健、田中亘対談「求められる取引の公正性確保 MBO・非公開化取引の法律問題 [前] [後]」ビジネス法務7巻6号10頁（2007）、7巻7号64頁（2007）。

(31) この観点から、適正な審査手続きについての指針を与えるものとして、経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買取（MBO）に関する指針」平成19年9月4日

(2) 企業価値の向上という動機によって、MBO 型スクイーズアウトが行われるとは限らないこと

組織再編は、一般的には企業の経営者にとって、生き残りの手段を模索し、あるいは、企業の競争力を高める目的でなされる。敵対的買収の防衛手段としてなされる場合は、経営者の自己保身目的で行われることもあるが、その場合でも防衛策の適法性判断は株主の判断にゆだねられる場合が多いと見られる。

しかし、MBO 型スクイーズアウトの典型である MBO を利用した非公開化取引は、基本的には、株価が割安であることを利用した^{きや}鞘拔きの金融取引の側面が強い。MBO を利用した非公開化取引が株価が割安である場合、株価の下降局面で見られる現象であることは統計上実証されており、ほとんどの非公開化取引が、安い時に仕込んで、市場が持ち直してきた場合に、再上場して鞘を稼ぐいわゆる鞘拔きに利用される側面が強いことは、否定しがたいように思われる。⁽³²⁾

ところが、MBO 型スクイーズアウトの価格決定の議論の多くは、鞘拔きに利用される場合には非公開化取引は権利の濫用であり、そのような MBO を除外し、企業価値を向上させる（またはその可能性がある）取引であることを前提として議論を進めているように感じられる。⁽³³⁾

もし、いわゆる鞘拔きに利用される MBO を排除するというのであれば、MBO 型スクイーズアウトには、正当な事業目的を必要とせざるを得ないことになろう。しかし、全部取得条項付株式への定款変更には、正当

(32) 服部暢達「MBO (LBO) 再考」証券アナリストジャーナル2006年12月号59頁以下

(33) 池永朝昭、小館浩樹、十市崇「企業買収実務研究会報告② MBO (マネージメント・バイアウト) における株主権」金融・商事判例1282号2頁(2008)。これに対するコメントとして、大杉謙一「池永・小館・十市論文へのコメント① MBO における株主保護の実効性の確保」

金融・商事判例1282号18頁(2008)。田中亘「池永・小館・十市論文へのコメント② MBO における「公正な価格」」金融・商事判例1282号20頁(2008)も参照。

な事業目的がある場合に限定すべきではないかとの藤田教授の見解は支持を得ていないし、米国でも MBO 型スクイーズアウト取引に正当な事業目的が必要かが論点となり、かつて、これを肯定的に解した判例（ワインバーガー判決⁽³⁴⁾）があるものの、今日では否定的に解されている。

基本的には、非公開化を伴うスクイーズアウト取引は鞘抜き金融取引の側面があることを前提にすべきであり、そのような前提のもとに、公開買付け価格、取得価格が適正か否かが議論されるべきであるように思われる。

（３）株主として残る選択肢はなく、市場で株式を買い直すこともできないこと

MBO 型スクイーズアウトでは、株主は、自ら保有したい株式を強制的に召し上げられる。したがって、買取を請求するという株主の自主的判断の機会はないし、株主にとどまるという選択の余地もない⁽³⁵⁾。そのような場合に、価格決定の協議が意味を持つかも疑問である。これは、交渉力の問題で詳説する。また、セルアウトでは、買取代金で存続会社（完全親会社）が上場を維持していれば、この株式を買い直すことで、株主の地位に再度つくことができるが、MBO 型スクイーズアウトでは、上場は廃止され、完全親会社も上場会社ではないので、買取代金でスクイーズアウトされた

(34) Weimberber V. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del.1983) 神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準—アメリカ法」『80年代商事法の諸相 鴻恒夫先生還暦記念』（有斐閣、1985）355頁。フリーズアウトに関する米国の判例の動向については、松中学「アメリカの企業結合形成過程に関する規制」商事法務1832号6頁（2008）、西本強「フリーズアウトに関するデラウェア州法上の問題点 [I] [II] [III・完]」商事法務1793号20頁（2007）、1794号44頁（2007）、1796号40頁（2007）。鈴木健太郎「米国におけるマネジメント・バイアウトの研究—デラウェア会社法の問題を中心に（1）—」民商法雑誌137巻1号27頁、59-60頁（2007）

(35) 株主平等の原則との関係で論じるものとして、大塚章男「少数株主の締め出しと株主平等原則に関する一考察 [上] [下]」商事法務1878号31頁（2009）、1879号24頁（2009）

会社、権利義務が包括承継された会社、またはその親会社等の株式を買い直すことはできない。その意味で、買取代金の不公正によって株主が受けるダメージは、MBO 型スウィーズアウト型の方がより大きい⁽³⁶⁾。

(4) 株主に実質的な反対の機会はないこと（公開買付けの強圧性の問題など）

組織再編では、株主総会決議が必要なので、企業価値を向上させない再編に株主が No という機会は存在する。しかし、MBO 型スウィーズアウトの場合、まず、公開買付けを先行させることにより、多数を握ってから、組織再編または全部取得条項付き種類株式への転換を伴う定款変更が行われるため、反対株主は、反対する機会が奪われ、企業価値の向上についての株主のチェック機能が働かない。

これについては、多数株主は、公開買付けに応募することにより、賛意を表していると考えられるように見えるが、公開買付けの強圧性として知られる問題がある。公開買付けの強圧性を、公開買付けに応じなかった株主に不利な買取価格を設定することで、これに応じさせようとする強圧性がよく知られている（二段階買取による強圧性、または構造的強圧性と言われる）。この点に関しては、公開買付けに応じない株主についても、公開買付け価格と同額を取得価格とすることにより、強圧性を払拭することができ、実際、スウィーズアウトの事例では、構造的強圧性の問題に対処するため、取得価格を公開買付け価格と同額とするのが一般的である⁽³⁷⁾。しかし、そのような対応によっただけでは、公開買付けの強圧性の

(36) なお、MBO 型でないスウィーズアウト取引では、親会社が上場されており、スウィーズアウトされた株主が、親会社の株主となることが出来る。

(37) 神田教授は、この事案では、株式交換の時点では、利害関係者取引となるので、シナジー分配の基準となるべき、完全子会社となる会社の企業価値としては、それ以前の適正な数値を求め、それを公開買付け価格と同額であるとしたものであると評価される。神田秀樹「株式買取請求制度の構造」商事法務1879号 4 頁 (2009)

問題がすべて解決されたわけではない。二段階買収でなくとも、情報の非対称性により会社の価値についての情報の開示を受けておらず客観的価値を分析することができない場合、公開買付け後のスクイーズアウト取引において、公開買付け価格と同額でしか投下資本を回収できないとなれば、株主は、公開買付け価格が公正なものと思っていない場合でも、しぶしぶ公開買付けに応じざるを得ない。これが、情報非対称から来る実質的強圧性の問題であり、このような実質的強圧性を払拭するためには事前に十分な情報開示がおこなわれている必要がある。

さらに、MBO 型スクイーズアウトは、公開買付けが株価下降または低迷局面で行われることが多いことから、株主は、低迷する株価に嫌気がさしており、企業価値や公正な価格を考える余裕もなく、市場価格にプレミアムがあれば幸いと考えて公開買付けに応募する者が多数に上る可能性があり、この点でも、公開買付けの応募により、公正価格や企業価値の向上についての株主のチェック機能が働いているということとはできないように思われる。

（５） MBO 型スクイーズアウトは、取得価格自体の公正性の問題というより、公開買付け価格の公正性の問題であること

市場価格が公正な価格であるという前提が MBO 型スクイーズアウトでも有効であれば、市場価格に支配権プレミアムを乗せた価格で公開買付けをし、第２段階のスクイーズアウトの場合も、強圧性排除の観点から、公開買付け価格と同額を買取価格とすることを明示すれば、取得価格として公正な⁽³⁸⁾のではないかということになる。

公開買付け時の市場価格が公正価格であるという前提に依拠できる限り、取得価格は公開買付け価格と同額であれば公正であると推認できる。

(38) この点を明示するものとして、日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定。同事件の評釈として、太田洋「日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討」商事法務1869号4頁（2009）

したがって、MBO 型スクイーズアウトの価格決定時点での実質的争点は、公開買付け価格が公正価格であるか否かの点である。日本では、欧米と異なり、公開買付け価格の公正性を争う機会はなく、ただ、株主は、公開買付けに応募するか否かの自由が与えられるだけである。これは、公開買付けを先行させる MBO 型スクイーズアウトの価格決定事件の場合、本来、公開買付け価格の公正性の問題として議論されねばならない事例が、価格決定に持ち込まれているという側面がある。この点も、セルアウト型との大きな違いである。

スクイーズアウトの公正な価格は、欧米でも議論される（米国ではフリーズアウトと呼ばれる⁽³⁹⁾）が、スクイーズアウトが許容される局面では、その価格は公開買付け価格と同額であればよいとされる。そして、スクイーズアウトを前提にする公開買付けの場合（非公開化を前提にする場合）、価格決定の問題とは、公開買付け価格の公正性の問題であり、株主が何らかの形で公開買付け価格の公正性を争う機会が与えられている。とくに、米国では、公開買付け価格の公正性が争われた事例が集積している。

日本でも、制度論としては、公開買付け価格の公正性を株主が争えるようにすべきだと田中教授はつとに主張されている⁽⁴⁰⁾。

（６）セルアウト型のように、特段の事情のない限り、市場価格を公正なものと推認することは適切ではないこと

東京地裁（レックス事件、サイバード事件）は、いずれも公開買付け公表前 1 ヶ月の市場価格の平均が客観的価値であるとする。これは、MBO 型スクイーズアウトでも、セルアウト型同様、市場価格に依拠することがで

(39) 米国の判例の動向については、松中学「アメリカの企業結合形成過程に関する規制」商事法務1832号 6 頁（2008）。西本強「フリーズアウトに関するデラウェア州法上の問題点 [Ⅰ] [Ⅱ] [Ⅲ・完]」商事法務1793号20頁（2007）、1794号44頁（2007）、1796号40頁（2007）。

(40) 前掲注32の田中教授の諸論稿を参照。

きると考えつつ、基準時は、公開買付け公表前にずらすという考え方のようでもある（ただし、プレミアム（期待権）金額の調整により、結局は、公開買付け価格と同額を公正な価格としている）。

しかし、MBO 型スクイーズアウトでは、セルアウト型のように、価格決定に関し、市場価格に依拠できるかが問題である。

上場会社の場合、市場価格により公正な価格を決定することができ、ただ市場価格の形成のされ方が市場原理を歪めるような人為的介入がある場合に、その価格決定の基準日を前にずらしたり、一定の期間の加重平均または単純平均を取るような形で修正が行われる必要があるとするのが判例及び多数の学説の考え方であり、この考え方は、セルアウト型では、ある程度合理性がある。しかしながら、MBO 型スクイーズアウトは、市場価格が、真の企業価値から乖離している（俗に言えば、「割安である」ということである）ことに基づくアービトラージ（裁定取引）であることが多く、その場合、市場価格が真の企業価値（公正な価格）を反映していないことが取引の動機となっている。したがって、安値誘導が疑われる事例でなくとも、（公開買付け届出時の）市場価格を企業の客観的価値を表すものと推認することはそもそもできないのではないか、仮にできるとしても、その推認は、株価が、割安となっていることを示すアナリスト等の評価がある場合には推認が破られねばならず、セルアウト型のように、企業価値または株主に損害が生じている場合やシナジーの分配が適正でない場合にのみ、推認が破られるというアプローチは取れないのではないと思われる。

加えて、セルアウト型の場合、反対株主は買い取ってもらった後にその代金で市場から存続会社の株式を購入して再度株主となることもできる。市場全体が下げている場合は、新たに株式を購入するコストも下がっているので、市場価格と大きく異なる買取価格を保証する必要は MBO 型スクイーズアウトほど大きくない。これが市場価格ベースでの損害額を肯定する大きな理由であると思われる。

これに対し、MBO 型スクイーズアウトでは、(非公開化されるので) 反対株主は市場で株式を購入することはできない(そのように、排除することが、スクイーズアウトの目的であり、スクイーズアウトは非公開化を必然的に伴うものである)。もっと上がると思っても売らざるを得ない。高値で買った人は損を確定しなければならない。完全子会社となり、非上場化されるので、買取代金で買い直すこともできない。市場価格ベースでの損害額では、セルアウト型に比べ、株主の補償が弱い(十分でない)ことになる。

セルアウト同様、市場価格の 1 ヶ月平均に固執するかに見える東京地裁決定も、結局は、プレミアム(期待権)の調整により、公開買付け価格と同額を公正な価格としている。これは、取得価格が公正な価格かどうかの判断の出発点は、一定時点の市場価格ではなく、公開買付け価格にあり、これを(期待権込みの)客観的企業価値をあらわすものと推認できるかどうかの問題であることを示すものであるといえる。

(7) 安値誘導と経営者のリアルオプションの問題

経営陣が株価の安値誘導するような行為は、株主が、第三者責任の追及により、経営陣の責任を問うことができる可能性があるが、スクイーズアウトされる場合、株主の地位に残ることができないのでこのような取締役の責任追及の訴えによることはできない。その意味で、経営陣は、株価が安い時をねらって、スクイーズアウト取引を行う動機がある。

安値誘導かどうかは別にして、スクイーズアウトの典型事例である非公開化取引は、株価が割安な局面で急増する傾向があり、これは、非公開化取引が、機会主義的な行動であることを示すものである。経営者は、会社に関する情報を独占し、その情報を有利に活用することができ、取引のタイミングを選択する優位な地位にあることを利用し(これは、「リアルオプション」⁽⁴¹⁾ともよばれる)、自ら割安状態を作り出したり、あるいは、底値と

(41) 伊藤達哉「公開買付け価格が公正な価格と認められるための必要十分条件の検討」商事法務1906号63頁、68頁(2009)

見たときに非公開化を仕掛けることができる。

このように考えると、安値に「誘導」されているかどうかではなく、市場平均から乖離した大幅な株価の下落があるか否かに注目すべきではないかと思われる。市場平均と同じ下げであれば、株主は他の有望と思われる株式に乗り換えることができ、市場価格を上回るプレミアム付きの価格で公開買付け価格が設定される場合には、株主の損害はある程度填補され得るとも言える。これに対し、市場平均をかなり上回るような下げの後でスクイーズアウトのための公開買付けが行われる場合は、プレミアムを加えた額でも市場の平均的な下げを上回り、株主は、他の株式に乗り換えただけでは、損失の補てん（回避）ができないと考えられ、そのような場合には、裁判所は取得価格の決定において、公開買付け価格に依拠すべきでないと考えられるように思われる。

（８） 利益相反と交渉力の問題

a 利益相反の問題

スクイーズアウト取引においては、取締役利益に利益相反があることはよく知られている。すなわち、取締役は、買収会社の役員となることが多く、株主の利益よりも買手の利益を優先させる可能性があり、そのため、取得価格が低めに誘導されやすい。もちろんセルアウト型でも、グループ会社の組織再編では、再編当事者間で、同じような利益相反がある。これは、通常、支配・従属の関係がある場合と表現され、統合比率の不公正が、著しく不当な決議として、決議取消原因となる。

b 株主の側の交渉力の欠如の問題

セルアウト型では、買取請求する側にも交渉力が備わっている場合が多い（典型的には、楽天の TBS に対する株式買取請求）ことから、契約自由・経営判断の裁量を重視し、裁判所は交渉で決定された価格を尊重すべき

であるとの考え方にも一定の合理性がある。これに対し、MBO 型スクイーズアウトでは、スクイーズアウトされる株主の側に、通常、交渉力がなく、取得価格決定の段階で、当事者間の交渉にゆだねることができない。

この交渉力が欠如する理由は、一つには、情報非対称であり、これはよく知られているが、これに加えて、スクイーズアウトの場合、株主が株式を売らないという選択肢がないことである。加えて、前述したように、上場会社のセルアウト型では、売却代金をもとに、存続会社（完全親会社）の株式を購入して、株主の地位に復帰することができるとは、MBO 型スクイーズアウトでは、そのような選択肢はない。

c 独立委員会

そこで、株主の立場を代表する独立委員会を設置し、この独立委員会が、会社の決定した公開買付け価格の公正性をチェックし、会社と価格を引き上げるべく交渉を行い、その交渉プロセスが適正なものであれば、そこで決定された価格について合理的なものであるとする考え方が提案される。

しかし、この独立委員会が、その職責を果たさない場合、株主がどのように委員会のメンバーに責任追及できるかが定まっていない以上、独立委員会が株主のために行動するための担保がされていない（株主と独立委員会の間に信頼関係がない）。

独立委員会は、交渉において、取引を拒否する権限をもっていないので、独立委員会だから交渉力が会社と対等になるというものではない。これは、独立委員会のモデルであるデラウェア州の委員会と異なる。田中教授は、「デラウェア州のように、独立取締役からなる委員会が、取引を拒否する権限をもって買収者と交渉することまで要求するなら、わが国で現在行われている MBO のほとんどはこの要求を満たさないのではないか」と述べておられる。⁽⁴²⁾

しかも、独立委員会の取引拒否権限以外の点でも、デラウェア州の考え

方はより厳格なように思われる。単に手続が独立委員会によること、及び情報の開示や客観的な評価書が存在するという手続的な側面だけにとどまらず、公正な価格であることを会社側がより積極的に立証（疎明）しなければならないとされているように思われる。なお、この公正な価格の決定については、通常の経営判断原則は適用されない。なぜなら、このような局面では会社と取締役の間に利益相反があるからである。

d 情報開示

取引拒否権限のない独立委員会によることだけでは、手続の適正の担保として十分でないので、外部のものの客観的な評価書を取得し、これに依拠する考え方がある。

MBO 型スクイーズアウトでも、会社は公開買付け価格の決定にあたって、単に市場価格にプレミアムを乗せるだけではなく、企業価値に関し DCF 法などによる株式の客観的な評価を行い、それに依拠しているのが一般である。すなわち、市場価格だけではなく、客観的企業価値の観点から評価された株式の価値も併せて公開買付け価格（すなわち取得価格）を決定しており、その公正性は、外部専門家の評価書により担保されていると考えられている。

ただし、不動産取引では、公的な資格となっている不動産鑑定士の不動産の評価書が客観性を有するもの、公正な価格を表示するものとは考えられておらず、外部専門家の意見書が、それだけで、公開買付け価格の公正性を担保するものとなるかは、経験則上、疑問の余地がある。少なくとも、それが適正といえるためには、評価書の依拠した情報の開示が前提となる。すなわち、会社は、会社は公正な価格であることを立証（疎明）するため、株式評価の算定に不可欠な情報、例えばキャッシュフロー算定書などを提示し、開示情報をベースに外部専門家による株式評価書が作成さ

(42) 田中亘「池永・小館・十市論文へのコメント② MBO における「公正な価格」金融・商事判例1282号20頁（2008）

れている必要があると考えられる。

(9) 公開買付け発表後の株主に対する評価

MBO 型スクイーズアウトの非公開化取引においては、個人株主が、公開買付け発表後に株主となった者の株式のいわゆる機会主義的活動は、セルアウト型の場合より、容認または積極的に評価されるべきであるように思われる。MBO 型スクイーズアウトでは、スクイーズアウトを行う側にも機会主義的行動をとっている側面があるので、株主の機会主義的行動を批判し、これを排除するのは公平ではないし、このような活動がなければ株価が突っ込んだ局面における MBO や公開買付けによる非公開化というファンドその他の投資家の機会主義的行動に対してチェックが働きにくく⁽⁴³⁾なる。なぜなら、情報非対称により、公正な価格を判断できない既存株主は、市場価格にプレミアムが付くだけで、公開買付けにに応じてしまうことになりがちだからである（公開買付けの実質的強圧性）。そもそも、MBO 型スクイーズアウトの場合、すべての株式を買い取る前提であり、追加出資額は、公開買付け価格と裁判所が認定した取得額の差額 \times 株式数に過ぎず、買取請求された株式の総額が追加出資となるセルアウトの場合とは状況が異なるし、公開買付け者において、費用をあらかじめ予想することは可能である。追加コストが必要な株式数も、本来的には、10%を上回るものではない。それ以上の株式を取得しなければならないとすれば、公開買付けの賛同者が少なすぎると言いうる場合である。⁽⁴⁴⁾

(43) 前掲脚注41の伊藤論文は、経営者のリアルオプションに対するけん制の観点から説明する。

(44) 欧米では、スクイーズアウトが許容されるのは、90%以上を取得できた場合に限られるとされることが多い。

3 MBO 型スクイーズの場合の価格決定のあり方

（1） 会社は自ら価格の公正性にどの程度の裁量と立証（疎明）責任を負うべきか。

株式価格設定は非訟事件であり、裁判所は価格の決定権限を有する。その意味は、両者のいずれの主張も正しいものと立証されない場合、裁判所はその裁量権によって両者の言い分の間で任意に価格を確定することができる⁽⁴⁵⁾ということである。

これに対して、裁判所の介入能力（適正な価格決定を行う能力）が十分でないことから、裁判所はできる限り、価格決定に介入すべきでないとの趣旨の見解が根強く主張される。セルアウト型の事例では、このように、当事者の協議が先行すること、それについて、合理的な価格形成が期待できる状況にあるため、このような裁判所の介入能力を議論すること、原則として、基準時の市場価格を企業の客観的価値と推認し、企業価値または株主の共同の利益に損害が生じている場合やシナジの分配が適正でない場合にのみ、推認が破られるという手法によることにある程度の合理性がある。しかし、スクイーズアウトの事例では、上記 2（ポイントは以下に列挙した）で論じたように、市場価格を企業の客観的価値と推認できない事情があり、多くの点でセルアウト型にない少数株主に不利な事情が存在するので、裁判所がより積極的に介入することには十分な理由があるように思われる。

（上記 2 のポイント）

- ・ MBO 型スクイーズアウトは、株価の割安さに乗じた取引であり、セルアウト型に比べ、市場価格に依拠することが適切でない取引であること
- ・ 日本では、公開買付け価格の適正性を争う方法がないこと
- ・ 経営者が、会社に関する情報を独占し、その情報を有利に活用すること

(45) 境界確定訴訟でもこのような考え方がとられている。

ができる（リアルオプションを有する）こと。

- ・株主の交渉力、経営者の利益相反の問題から、独立当事者間の交渉にゆだねることで公正な価格の形成ができないこと。
- ・取得価格を公開買付け価格と同額としても、依然、情報の非対称から来る実質的強圧性の問題が残ること。

これに加え、日本のスクイーズアウトの要件が諸外国に例のないスクイーズアウトする側に寛大な法制度であること（米国などで、90%の株式の取得が、スクイーズアウトを容認する基準となっているのと比して、67%の株式取得により、スクイーズアウトが可能となる）も重要な点である。

このような状況にかんがみると、手続の公正が確保（とくに、公開買付け価格を決定した審査手続の過程の適切性）されているかの点を審査するというだけでは必ずしも十分ではなく、会社が「公正価格」であることの立証の負担は重く、それが説得的なものでなければ、当事者間の公平の観点からも、スクイーズアウトされる株主の利益保護のために、裁判所がより価格形成に積極的に関与すべきであり、具体的には、株主が主張する買取価格と会社が主張する買取価格の間で裁判所が諸般の事情を考慮して価格決定に介入することに相当な理由があると考えべきである。その観点からレックス事件、サンスター事件の高裁決定が支持されるべきであるように思われる。公正な価格については会社が価格についての説明責任とその価格の根拠となる情報の開示責任を果たすことが求められ、そのような説明責任が果たされず、あるいは十分な説明と情報開示をもってしても、会社が主張する取得価格の公正性に疑義がある場合には、裁判所は合理的な価格を株主に有利に算定することが許容されるとみるべきであるように思われる。

なお、価格決定事件は非訟事件であり、疎明で足りるので、会社がそのような厳格な立証の義務を負う理由がないとの反論が考えられる。証明と疎明の違いについて、本来的には、立証のレベルの相違と考える点は適切ではなく、いずれの場合も証拠優越レベルでの立証負担があり、疎明はそ

の立証方法として書面に限定される手続として理解するほうがよいと思われ⁽⁴⁶⁾るが、通説的な理解であっても、会社側が、十分説得的な説明と開示が行われなければ、上記 2 で述べたセルアウト型にない価格の公正性を妨げる事情を覆すだけの説得性がなければ、疎明がなされたとは言えなくなり、上記 2 のような状況の存在ゆえに、会社の疎明の負担は、セルアウト型より重くなるものと解すべきものと思われる。

（２） 裁判所の公正な価格の算定方法と基準時の考え方

会社の立証（疎明）が十分説得的でない場合、裁判所の合理的な価格の算定方法として、2つの方向性が考えられる。

一つは、市場価格に依拠せず、客観的な企業の価値をもとに価格が算定されていることの立証（疎明）責任を会社に課すことであり、米国はこの方向性である。

もう一つの方向性は、市場価格が割安ではないと考えられる時点にさかのぼることである。英国では、シティコードで、スクイーズアウトする場合、公開買付け価格は、スクイーズアウトを行おうとする者が、一年以内に取得した同一銘柄の株式の取得価格⁽⁴⁷⁾によるとされる。これは、実質上、公開買付け価格を限りなく一年前の株価の時点に引きもどす効果を有する。公開買付けを行おうとする者が対象会社の株式を一年間全く取得していないということは、ほとんどないからである。

日本の判例の考え方は、公開買付け直前の価格が公正な価格の指標とな

(46) 英米法では、民事立証水準が証拠の優越であるため、立証水準の点では、証明と疎明に違いはなく、証明と疎明の違いは、立証水準の違いではなく、立証がフルスケールの証拠調べによるか、書面化された証拠によって行われるかの違いとなっている。

(47) Take Over Panel の Takeover Rule, Rule 9.5 (a), 11.1 太田洋、山本憲光「支配株主のバイアウト権と少数株主のセルアウト権-その論点と課題」商事法務 1910号45頁（2010）、同論文では、シティコードのアプローチは、フランスでも採用されていることが報告されている。

り得ないとき、公正な価格の指標となり得ない原因の発生時点にさかのぼるという点では、第2の考え方によっている。この場合に、基準時までの期間について、市場全体の傾向に基づく調整を行わないことは適切である。市場全体の動きが公正な価格を反映しないようになるから、割安感が出て、MBOによるスクイーズアウトを仕掛けるのであり、市場動向による調整を行えば、公正価格以下の割安価格に引き寄せられてしまうからである。この点もセルアウト型との重要な相違である。

基準時に関しては、セルアウト型の組織再編の効力発生時に相当する非公開化の実行時には市場価格は存在しなくなっているので、価格の算定時点をセルアウト型のように、組織再編の効力発生時（に相当する時点）と見るのは意味がない。MBO型スクイーズアウトでは、公開買付け価格を公正な価格とする場合には、公開買付けの価格算定時と同じ時点が基準となり、公開買付け価格が公正価格でないと判断される場合、(i) 割安でない市場価格にさかのぼる場合は、さかのぼった時点が基準時となり、その後の市場変動の調整は行わない。(ii) 割安でない市場価格でなく、客観的な価値を非上場会社と同様、DCF法等で探求する場合には、公開買付けの価格算定時と同一時点を基準日としてよいと思われる（その時点でないと有意なデータは集まらないであろう）。

(3) 期待権とシナジー分配

また、MBO型スクイーズアウトでは、セルアウト型の組織再編から生じるシナジー効果というものはなく、非公開化が企業の効率化につながり、将来的な会社の企業価値を増大させる場合に、株式を保有し続けていれば、より多くの分配にあずかれたのに、株式を強制的に召し上げられたことへの補償の側面が強いと思われる。

レックス事件高裁決定は、期待権について、MBOに際して実現される価値を①MBOを行わなければ実現できない価値と、②MBOを行わなくても実現可能な価値を区別し、②の価値は基本的に株主に分配すべきであ

るとし、①の価値は、MBO 後の事業計画につき、その実現の不確実性についての危険を負担しながら、これを遂行する取締役の危険と努力についても配慮しつつ、これを株主と取締役に分配するのが相当であるとしている。この2分法は、論理的ではあるが、実際に①と②の仕分けは容易ではない。上場維持コストや金商法上の内部統制にかかるコストが①に仕分けられることは明らかであるとしても、その他の事業計画が MBO をしなければ実現できない価値かの説明はかなり難しい。人員削減であっても、これを上場を維持して行うことは不可能ではない。企業価値の向上は場合によっては、利ざや稼ぎの口実に過ぎない場合もある。⁽⁴⁸⁾この基準は、管理可能性の点でやや実際的でないように思われる。

サイバード事件東京地裁決定は、公正な価格を、① MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値と、② MBO の実施後に増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分⁽⁴⁹⁾にわけ、後者については、基本的に、リスクとリターンを引き受ける MBO 実施者に帰属するとしつつ、株主が、株式を強制的に売却させられてしまうことを考慮し、衡平の観点から、既存株主に分配される部分があるとし、株主が享受できる部分をより限定している。同決定については、株主が投資のリスクとリターンを引き受けて投資しているのに、あたかも経営者がリスクとリターンを引き受けているかのような説示は、基本的な認識において、問題があると思われる。リスクとリターンを引き受けるのは投資家であり、その投資家から、強制的に株式を取り上げること、投資のリターンが得られる前に、ロスを現実化させられてしまうこと、すなわち、リスクだけ引き受けてリターンが得られない状態になることに対する補償の側面が期待権の意味であることへの考慮が不足しているように思われる。サイバード事件東京高裁決定は、プレミアムの額を地裁決定より増額したものの、客観的価

(48) この点を指摘するものとして、大杉謙一「池永・小館・十市論文へのコメント

① MBO における株主保護の実効性の確保」金融・商事判例1282号18頁（2008）

(49) この点は、レックス事件最高裁決定の田原補足意見に従うものである。

値に対するアプローチは地裁決定を踏襲している点では、支持できない。

これに対し、サンスター事件大阪高裁決定は、「株式の客観的価値に加え、① MBO により支配権を強化することのできる経営者側が支配権を手に入れるため追加的に支払う取得対価（支配プレミアム）、②株主が全部取得条項を付されて株式を強制的に取得されることにより投資機会を失い（スクイズアウト）、あるいは投資の流動性を奪われる対価として支払われる金銭（スクイズアウトプレミアム）が考慮されるべき」と判示している。株式を強制的に取得されることにより投資機会を失った（株価を保有し続けられなくなった）ことによるプレミアムを期待権と解するサンスター事件大阪高裁決定が、株主に客観価値を超えたアップフロントを分配することの説明として、もっとも適切であるように思われる。⁽⁵⁰⁾

その場合、株主が株式を保有した場合の補償とはいつまで保有することの補償を意味するのであろうか。再上場されるとして、その可能性とリスクプレミアムを踏まえ、現在価値を割り出して、期待権と評価することが最も理論的なように思われるが、先例で、そのような証拠が出された事例はないと思われる。そのような証拠が収集できない場合、判例のように、過去の事例の平均プレミアムから算定することも、一応の合理性を持つというべきであろう。

（４） 非訟事件と手続的保障

価格決定手続が非訟事件であることが、手続的保障の観点から問題であり、より訴訟手続的に運用される必要がある旨主張される。⁽⁵¹⁾しかし、非訟

(50) 神田論文は、公開買付けと全部取得条項付種類株式の取得というプロセスでおこなわれた非公開化取引は、経営者と一般株主との間に、構造的に利益相反関係が存在するものと認められるため、裁判所は、企業価値増大分の株主への配分額として、その裁量により株価に20%の加算をすることを認めたものと解するが、これは、サンスター事件大阪高裁判決の考え方に近いように思われる。

(51) 中東正文「株式買取請求権と非訟事件手続」名古屋大学法政論集223号223頁(2008)

事件は手続的保障を弱める手続ではなく、上述の通り、とくに MBO 型スクイーズアウト取引（および、セルアウト型のシナジーの不正分配の判断）においては、裁判所の柔軟な関与が一層重要であるので、非訟事件手続によることは制度設計として適切なものであると思われる。

そもそも、口頭弁論を経た訴訟手続であっても、損害額の認定は、今日では、非訟的に行われるようになっていく。厳密な損害額を立証することは困難であり、そのように厳密な救済を要求することが損害賠償による救済を弱めるものだからである。これは、株式の価格決定の場合にも該当する。損害の認定を厳格にすることは、会社の提示した価格の追認となり、価格決定制度により、裁判所が「公正な価格」の決定に介入することができるとした趣旨を減殺するものであるように思われる。

サンスター事件大阪高裁決定で口頭弁論を開かずに地裁決定が覆された点から、非訟事件での手続保障が訴訟手続より弱いように捉える見解があるが、高裁が、第 1 回口頭弁論期日に即終結してしまうことはかなり多く、有名な住専訴訟でも、東京高裁は第 1 回口頭弁論期日で弁論を終結させて地裁判決を覆している。その意味では、特に、サンスター事件での高裁の事件処理から、非訟事件ゆえに手続的保障が弱かったとはいえないように思われる。

手続的保障の観点というのは、むしろ当事者間に武器平等の原則が達成されているかの観点が重要であり、この観点からは、手続的保障の強調は、開示面の強化が重要となり、その観点では、公開の要請のない非訟事件の方が適切であるという側面がある。また、手続的保障を強調するのであれば、公開買付け手続において、株主は、十分な開示もなく、公正価格かどうかよくわからないままに公開買付けに応じざるを得ない状況にあるのではないかが問題にされるべきであり、その観点からは、むしろ、救済に限界のある価格決定の申立だけでなく、公開買付けの差止めを求める権

(52) 中東正文（名古屋大学教授）「非訟事件手続における手続保障—サンスター事件高裁決定への疑問—」金融・商事判例1326号1頁（2009）

利などを付与することを考える方向に向かうのではないか。手続的保障の強調は、むしろ少数株主の権利保障に向かうのが論理的であり、裁判所が、少数株主の救済のために積極的に関与することは、まさに手続的保障の観点から積極的に評価されるべきであるように思われる。

4 先例の理解

レックス事件東京地裁決定、サンスター事件大阪地裁決定、サイバード事件東京地裁決定、同事件高裁決定は、会社の価格決定の合理性を判断している。しかし、レックス事件東京高裁決定、サンスター事件大阪高裁決定は、レックス事件・サンスター事件の高裁決定は、会社側が買取価格が公正な価格であることの立証（疎明）を尽くせなかった場合に、どの程度裁判所が株主の主張する価格に近付けて価格決定を行うかについては裁判所に裁量権限があるとの観点から、より積極的に裁判所が価格決定に関与し、スクイズアウトされる少数株主の保護を図る立場を鮮明にしている。

レックス事件およびサンスター事件の地裁決定は、キャッシュフロー算定書や評価書などの重要な情報が開示されないまま、公開買付け価格を公正な価格と認めたが、高裁決定は、これを覆した。キャッシュフロー算定書や評価書は、株式の価値が客観的にその価格であることの重要な証拠であり、これらの情報開示がなければ公正な価格が疎明されたとは言えず、高裁決定の立場が妥当と思われる。

レックス事件およびサンスター事件の高裁決定は、割安でない時期（レックス事件は、6ヶ月前、サンスター事件は1年前）にさかのぼることで、公正価格を決定している。サンスター事件の高裁決定が、一年前の株価にさかのぼったことについて、批判も根強いようであるが、割安でない客観的な企業価値を反映している市場価格にさかのぼるものとして、それほど不適切なものとは言い難いように思われる。一年以内に公開買付け者が当該株式を取得したなかでの最も高い対価とする英国シティコードの考え方

も事実上、一年前の株価にさかのぼることが多くなると考えられ、この点でも、サンスター事件高裁決定の考え方は不合理ではない。⁽⁵³⁾ また、価格自体を見ても、公開買付け価格の30%増しという水準は、公開買付け価格の46%増しの取得価格を決定したレックス事件の東京高裁決定より相当低いレベルであり、この点でも、必ずしも、極端な判断とはいえないと思われる。この点は、会社が、十分な開示を行わず、公正な価格の立証に失敗した以上やむを得ないリスクの負担と解することもできるのではないかとと思われる。

サイバード事件東京地裁決定は、価格交渉が独立当事者間取引であると認定し、公開買付け価格と同額を公正な価格として認定している。しかし、本件では、利害関係を有するものが価格交渉を行っているので、独立当事者間取引といえるか疑問がある。公開買付け価格は、第三者機関の株式評価に依拠したものであるが、この評価自体、DCF 法などで算定される評価価格から、かなり乖離している疑いがあるし、情報開示（キャッシュフロー算定書・株式評価書など）も十分なものとは言えなかったように思われる。サイバード事件では、会社は、巨額損失を計上する一方で、キャッシュフローの増大については、一切発表しなかった。キャッシュフローが、一年後には6倍になるとのキャッシュフロー予測、モバイル広告業界全体が平成19年以降急速に成長するとの予想が申立人から裁判所に提出されていることを考えると、裁判所は、より積極的に価格形成に関与すべきではなかったかとの疑問がある。

(53) 高裁決定が「MBO を計画する経営者は、株主においてはその利益を図るべき善管注意義務がありながら、MBO が実施された際、あるいは再上場を行う際に、自己の利益を最大化するために対抗的買い付けをしかけられない範囲で、自社の株価をできるかぎり安値に誘導するような作為を行うことが見やすい道理であるから、そもそも、MBO を検討し始めたと考えられる時期から、公開買付けを公表した時点までの期間における株価については、特段の事情がない限り、原則として企業価値を把握する指標として、排除すべきものと思考される。」と述べるのは英国の考え方に近いと思われる。

結 語

買取請求の事例が増加し、公表日後株主によるアービトラージの問題への批判が強まっているが、その関連から、MBO 型スクイーズアウトでも、裁判所の介入に否定的な論調が強まっている。本稿脱稿後に、レックス事件について、別の株主が、429条等に基づき公開買付け価格と東京高裁決定の価格の差額についての損害賠償を請求した事件については、請求が棄却されている（東京地判平成23年2月18日金融・商事判例1363号48頁（2011））。請求の手法にも問題があるようにも思われるが、裁判所が、会社の決定した価格を事実上公正価格と認めていない事件で、他の株主は救済が与えられないとすれば、制度論としても問題である。投資家の視点をより重視し、今後の資本市場の健全な発展という観点を含め、セルアウト型と MBO 型スクイーズアウトでの問題状況の違いに十分な考慮がなされなければならないと思われる。